

埼玉学園大学・川口短期大学 機関リポジトリ

生命保険協会、証券市場に関する提言：『株主価値向上』から『株主への利益還元』、『株式価値向上』へ

著者	米山 徹幸
雑誌名	埼玉学園大学紀要．経営学部篇
巻	12
ページ	137-150
発行年	2012-12-01
URL	http://id.nii.ac.jp/1354/00000434/



生命保険協会、証券市場に関する提言

— 『株主価値向上』から『株主への利益還元』、『株式価値向上』へ —

Further Efforts to Improve the Stock Value

Annual Recommendations by The Life Insurance Association of Japan (LIJA)

米 山 徹 幸

YONEYAMA, Tetsuyuki

日本生命保険協会は投資家の立場から株式発行企業による経営や情報開示等について継続的に調査・提言を行ってきた。とりわけ平成10年から平成14年までは『株主価値向上に向けた取り組み状況等について』と題するリポートの提言は、IRやディスクロージャーの向上を要望事項に掲げ、その提言は発行体の情報発信に大きな転機をもたらした。平成15年と平成16年の『株主への利益還元状況等について』は、DOE（株主資本配当率、Dividend on Equity）を取り上げ、ROE（株主資本利益率）と並んで各社の経営力を判断する指標として提起した。平成17年以降のリポートは『株式価値向上に向けた取り組み状況等について』と題して今日に至っている。

本稿は、同協会のリポートを追い、「企業/機関投資家」の対照可能な調査データから、企業情報をめぐる企業と投資家の双方の立場を検討する。

生命保険会社の業界団体にあたる(財)日本生命保険協会は、「投資家の立場から昭和49年度より、株式発行企業による株主への利益還元の状況等について継続的に調査」¹⁾を行ってきた。

本稿は、この15年にわたる同協会のリポートを追い、3つの点を論じる。まず平成10年から平成14年まで『株主価値向上に向けた取り組み状況等について』と題する同リポートで取り上げられた「IR（投資家向け広報）」についての議論である。「日本企業のIR業務の体制強化と株主・投資家との対話のあるIR活動の拡充」を提起し、「IR専門部署の設置等によるIR体制の強化」を提唱した内容とその

展開を検証する。次は平成15年から平成18年版までのリポートを追ってDOEの提言を確認する。

そして、3番目に機関投資家が求める情報開示と企業の対応についてのギャップを明らかにする。というのも、同協会のリポートは「決算数値等の公表データ分析」と「上場・店頭企業向けのアンケート調査」の2つに加えて、平成12年から「機関投資家向けのアンケート調査」を行っているからである。これによって、「企業/機関投資家」の対照が可能になった。

キーワード：日本生命保険協会、株主価値、株式価値、株主還元、機関投資家、企業

Key words : the life insurance association of japan (lija), stock value, shareholder value, institutional investor, issuer

平成14年レポートにみる「IR・ディスクロージャー」

例えば平成14年12月に発表されたりポート（平成14年レポート、以下同様）は、上場・店頭公開企業のうち時価総額上位1200社（回答480社）、機関投資家173社（同79社）を対象に、同年8月下旬から10月にかけて「ROEの向上」「コーポレートガバナンス（企業統治）」「IR・ディスクロージャー」の3項目を中心とするアンケート調査をベースに作成されたものである。

レポートは、この中で「IRの認識も高まり、IR専門部署の設置、担当者の配置等は進んでいる。しかしながら、投資家は現状のIR活動に十分満足していないという結果になった」（27ページ）と指摘する。この表記は1年前の平成13年レポートで「『IRの専門部署や担当者』は充実し、『IR活動に対する満足度』は十分でない」とほぼ変わらない。

要望事項も①「IR専門部署の設置等によるIR体制の充実」②「開示項目・内容の充実」③「迅速なディスクロージャー」まで前年と同じである（【表1】を参照）。今回は、これに

加えて、④「上記2、3実現の手段としてインターネット活用」が新たに書き込まれている。

ここで、平成10年から平成14年までの要望事項（【表1】を参照）を見ておきたい。平成14年の要望にあった①「IR専門部署の設置等によるIR体制の充実」に関しては、平成11年と平成12年に「IRの体制強化と、株主・投資家との対話のあるIR活動の拡充」との記載があり、平成13年では「IR専門部署の設置等によるIR体制の強化」と具体的な組織に言及し、翌年も同様の記述を踏襲している。

前出のように、平成14年レポートでは「企業のIR体制は年々向上している」と評価しているが、企業向けのアンケート結果（【表2】）で分かるとおり、この時点でIR活動の専門部署を設置している企業は38.5%で、平成10年の16.1%から年を追うにしたかつて着実に上昇し、4年間でおよそ2.4倍に達した。

「IRの専門部署を設置している」か、あるいは「専門部署がなくても、少なくともIR担当者はいる」企業は、この調査で95.8%（前年は96.2%）だった。他方、『専門部署もIR担当者もいない』企業は3.5%になり、平成10年度の19.2%、平成11年度には1割を割り込

表1 「IR活動・ディスクロージャー」での生保協会の要望

平成10年度	平成11年度	平成12年度	平成13年度	平成14年度
『株主価値向上に向けた取り組み状況等について』				
1. 正確性・速報性の向上	1. IRの体制強化と、株主・投資家との対話のあるIR活動の拡充	1. IRの体制強化と、株主・投資家との対話を通じたIR活動の拡充	1. IR専門部署の設置等によるIR体制の強化	1. IR専門部署の設置等によるIR体制の充実
2. IRの強化	2. 決算短信記載項目、会計基準変更項目等の迅速かつ正確なディスクローズ	2. 決算短信記載項目、会計基準変更項目等の迅速かつ正確なディスクローズ	2. 開示項目・内容の充実	2. 開示項目・内容の充実
	3. 決算発表時期の早期化・平準化	3. 決算発表時期の早期化	3. 迅速なディスクロージャー	3. 迅速なディスクロージャー
				4. 上記2、3実現の手段としてインターネット活用

（平成11年度～14年度「調査結果」から作成）

み、大きく減少する。平成13年には3.2%となった。この4年間で日本企業に企業組織としてIR活動が広く定着したことが確認できる。

平成13年、平成14年の要望項目に、「IR専門部署の設置等によるIR体制の強化」が謳われ、専門部署を含め、IRに取り組む社内ポストや職務分担・責任に対する全社的な仕組みが課題となる。

同様に2番目の要望にあった「開示項目・内容の充実」では、平成11年、12年に「決算短信記載項目、会計基準変更項目等の迅速かつ正確なディスクローズ」とあったが、平成13年レポートでは「決算短信記載項目、会計基準変更項目」が文面から消えている。

この点に関連して、平成12年～平成14年のレポートで、企業のIR活動に対して投資家は「十分ではないが満足できる水準である」とする回答が平成14年は43%（平成13年は39%）で数字は伸びた。同様に「意識は高まっているが、十分な状況とはいえない」という

回答は平成12年で97.5%だった。それが翌年は60%、さらに平成14年には57%に減少する（【表3】を参照）。

それは、平成13年レポートが指摘した「投資家は企業のIRの水準を十分とは考えておらず、投資家の約6割が不満をもっている」（調査結果要旨3ページ）という満足度は、翌年もほぼ横ばいである。一定の達成点にきていることを示しているのだろう。

「開示項目・内容の充実」を実現する「IRの手段」はどうだろうか。企業が採用している「IRの手段」を【表4】の調査結果に見よう。

平成14年レポートによれば、もっとも多く採用されているのは「インターネットでの情報開示」(97.9%)だ。次に「決算説明会」(86.9%)、3番目が「IR冊子（アニュアルレポート等）の作成・配布（有価証券報告書・決算短信を除く）」(79.0%)、第4が「株主・機関投資家への訪問」(70.0%)。ここまでの

表2 IR専門部署設置に関するアンケート（企業）

(%)

平成	回答企業数	専門部署を設置	専門部署はないが担当者はいる	専門部署も担当者もない	回答なし
10年度	516	16.1	64.5	19.2	0.2
11年度	538	20.4	70.1	9.5	0.0
12年度	561	29.4	65.6	4.8	0.2
13年度	567	35.4	60.8	3.2	0.5
14年度	480	38.5	57.3	N/A	N/A

（平成10年度～14年度「調査結果」から作成）

表3 IRの水準に関するアンケート（機関投資家）

(%)

平成	12年度	13年度	14年度
回答社数	125社	100社	79社
十分満足できる水準である	0.8*	1.0	0.0
十分ではないが満足できる水準である	N/A	39.0	43.0
意識は高まっているが、十分な状況とはいえない	97.5	60.0	57.0
全く不十分であり、一層の改善を期待したい	1.6**	0.0	0.0

*「十分」 **「不十分・全く不十分」

（平成12年度～14年度「調査結果」から作成）

70%以上の第1グループである。10社に7社が実行している定番アイテムといっている。続く第2グループは40%台となる。5番目に「会社説明会」(46.0%)、6番目が「会社施設見学会(工場、研究所等)」(44.2%)となった。

IRの手段（1）

インターネットでの情報開示、株主・機関投資家への訪問、決算説明会

平成10年以來の4年間の推移は示唆に富んでいる（【表4】を参照）。「インターネットでの情報開示」は、平成10年こそ決算説明会（70.3%）に次ぐ63.8%だったが、翌年には追い越した。平成11年78.4%、同12年84.7%、同13年96.6%、同14年97.9%とトップを占めている。この4年間に34.1ポイント増加した。

「株主・機関投資家への訪問」の数字も大きく伸びている。平成10年の数字が44.4%、11年51.7%平成12年57.2%と50%台を通過し、平成13年61.2%、平成14年では70%に達した。5年間で36.6%も数字を上げた。どの項目も上回る最大の増加である。顔の見える投資家との面談に企業が注力するトレンドが明らか

となった。

「IRの手段に関するアンケート（企業）」も平成10年以來、新しい傾向を示している。どの質問項目でも、回答は年々増加し、IR活動の浸透度を明らかにしてきた直線的な傾向だった。ところが、平成14年の調査によると、「会社説明会」と「海外での会社説明会」の回答が減少に転じた。「会社説明会」は前回の48.9%から46%へ、「海外での会社説明会」も前回の26.3%から25.2%へ、それぞれ後退した。伸び悩んだといってもいい。数字の減少は、平成10年以來初めてである（「その他」を除く）。

他方、「決算説明会」は平成13年の85.7%から86.9%と、これまでどおり、増加している。【表5】にあるとおり、決算説明会に対する代表取締役の出席は、10年度61.4%、12年度81.4%と変わらず、今回89.9%に達する右上がりの勢いを示した。

では、同じ代表取締役がメインとなるはずの「会社説明会」どうか。平成10年に30.8%で「大株主向けの詳細な公開説明会」6.2%と合計すると37%であった。これが平成11年

表4 IRの手段に関するアンケート（企業）

（社、%）

	平成	10年度	11年度	12年度	13年度	14年度
回答企業数		516	538	561	567	480
決算説明会		70.3	77.0	84.5	85.7	86.9
会社説明会		30.8	40.9	46.3	48.9	46.0
海外での会社説明会		18.8	23.0	24.6	26.3	25.2
株主・機関投資家への訪問		44.4	51.7	57.2	61.2	70.0
会社施設見学会（工場、研究所等）		N/A	37.0	38.3	41.6	44.2
IR冊子（アニュアルレポート等）の作成・配布（有価証券報告書・決算短信を除く）＊		58.3	76.6	77.4	78.0	79.0
インターネットでの情報開示		63.8	78.4	84.7	96.6	97.9
大株主向けの詳細な公開説明会		6.2	N/A	N/A	N/A	N/A
その他		25.2	24.3	22.8	19.2	19.0
回答なし		N/A	1.3	1.1	0.5	N/A

＊平成10年度の「調査結果」には「IR冊子等の作成・配布」とある。

（「調査結果」平成14年度21ページ、平成13年度27ページ、平成10年度11ページから作成）

40.9%、平成12年46.3%と増加し、平成13年は48.9%に達した。これが平成14年には46%と5割の手前で落ち着いた。

IRの手段（2）

「インターネットでの情報開示」で企業と投資家に落差

平成14年レポートで、企業の97.9%は「インターネットでの情報開示」を実行し、投資家の97.5%（前回95.0%）が「企業のホームページで公開されている情報を利用したことがある」と答えている。これは、企業ホームページで情報発信や受信のない状況は考えられない時代を確認している。

このとき、生保協会は「開示項目・内容の充実」「迅速なディスクロージャー」を実現する手段として初めて「インターネット活用」を要望事項として記載した。

企業の97.9%が活用する「インターネットでの情報開示」。掲載の多いコンテンツを順に並べてみよう。トップは「決算短信」98.3%（前年96.5%）、次いで「ニュースリリース」91.5%（同85.0%）、この2項目は90%超でダントツだ。第3番目が「決算説明会補足資料」52.1%（同39.8%）、4番目に「有価証券報告書」42.3%（同25.9%）となる。

では、投資家によるコンテンツの利用はどうか（【表6】を参照）。「決算短信」83.1%（同75.8%）、「ニュースリリース」72.7%（同

78.9%）、「有価証券報告書」54.5%（同35.8%）「決算説明会補足資料」46.8%（同45.3%）といった順だった。数字に大小はあっても、掲載コンテンツとはほぼ照応する。

しかし、これが投資家の公開を望む情報となると、大きく変わる。トップが「月次情報（販売・受注動向等）」65.8%（前年70.0%）、次に「中期経営計画」55.7%（同51%）がくる。「決算説明会補足資料」48.1%（同52.0%）、「有価証券報告書」34.2%（同41.0%）が続く。企業のホームページの掲載で半数に届かないコンテンツ（「決算説明会補足資料」52.1%、「有価証券報告書」42.3%）に対する投資家の関心の高さを示している。つまり、基本的なコンテンツの掲載不足がこうした数字を生んでいる。

要望項目の2番目は「開示項目・内容の充実」、3番目が「迅速なディスクロージャー」であった。ここで見逃せないのは、「投資家は企業のIRの水準を十分とは考えておらず、投資家の約6割が不満をもっている」という調査結果の引用に続いて、①「開示項目が少ない（セグメント情報、時価情報、オフバランス情報、etc）」②「迅速なディスクロージャーを心がけて欲しい」③「IR担当者は情報不足（数字、トップの考え、etc）」の3点を要望してことである（調査結果要旨 3ページ）。カッコ内に投資家による具体的な指摘がある。

もう1つ注目したいのは「決算説明会（あ

表5 決算説明会における企業の出席者（企業）

平成	代表取締役	取締役	取締役以外	回答なし
10年度	61.4	-	-	-
11年度	72.9	24.4	1.0	1.7
12年度	81.4	13.9	0.8	3.8
13年度	84.4	12.3	0.6	2.9
14年度	89.9	7.7	0.0	2.4

（平成10年度～14年度「調査結果」から作成）

るいはアナリストミーティング）の動画・音声配信」である。20.9%の企業がホームページに掲載し、前回比で2.7ポイント伸びているが、投資家の要望は11.4ポイントも後退している点である。機関投資家は、決算説明会では動画や音声配信よりも補足資料の掲載（52.1%）に対する関心が高い。投資家のアプローチ特性が出ている。

ここで、この1年間の進捗を【表7】のような前年比較で見てみよう。平成14年度の数字を平成13年度のそれと比べると、「有価証券報告書」の掲載は16ポイント伸び、投資家の利用は18.7ポイント伸び、その影響だろう、投資家の要望は6.8ポイント下落している。同様に「決算説明会補足資料」についても、その掲載は12.3ポイント向上し、投資家の要望は3.9ポイント下げている。

平成15年／平成16年レポート：「株主還元、コーポレートガバナンス」を提唱

平成15年レポート以後、「IR・ディスクロージャー」は要望項目の記載から外れた。また

「早期の決算発表」や「決算短信の記載」の言及がなくなり、「株主還元」と「コーポレートガバナンス」の2点に絞る内容（【表8】を参照）となった。タイトルも『株主への利益還元状況等について』と改まった。

この「株主への還元」について、日本経済新聞が次のように取り上げた。

「（上場企業の利益配分状況について）平成14年度の配当性向は24%と過去10年間で最低で、米国企業（37%）との格差は最も大きかった。現状の配当に満足している投資家は1%強にとどまる。長期の投資対象としての魅力を高めるため、欧米企業並みの30%台に高めるよう企業に求めていく方針だ」²⁾

平成16年レポートも、前年と同じタイトルだった。前年と同様、「株主還元の状況」と「コーポレートガバナンス」の2点に絞る内容で「株主還元」を中心にさらに大きな反響があった。日本経済新聞は「配当性向、30年で最低、昨年度21%、米との格差12ポイント－生保協会調査」と報じ³⁾、毎日新聞の記事は「株主配当金：東証1551社で3.3兆円 米

表6 「HP上で公開されているIR情報と利用」（平成14年度）

	企業がHPで公開している情報 (A)	投資家が利用している情報	投資家が公開を望む情報 (B)	(%) (A) - (B)
回答社数	480	77	79	
有価証券報告書	42.3	54.5	34.2	▲8.1
決算短信	98.3	83.1	30.4	67.9
決算説明会補足資料	52.1	46.8	48.1	4.0
決算説明会（あるいはアナリストミーティング）の動画・音声配信	20.9	19.5	26.6	▲5.7
決算説明会の同時中継	2.3	7.8	19.0	▲16.7
中期経営計画	34.3	39.0	55.7	▲21.4
ニュースリリース	91.5	72.7	27.8	63.7
月次情報（販売・受注動向等）	11.9	36.4	65.8	▲53.9
株主総会招集通知	18.7	6.5	11.4	7.3
その他	39.6	9.1	5.1	34.5
回答なし	0.2	-	0.0	

（平成14年度「調査結果要旨」3ページ、同「調査結果」20ページから作成）

表7 「HP上で公開されているIR情報と利用」(平成14年度)

○前年との変化を比較する (％)

(平成14年度の数字) － (平成13年度の数字)	企業がHPで公開し ている情報 (A)	投資家が公開利用し ている情報	投資家が公開を望む 情報 (B)	(A) － (B)
有価証券報告書	16.4	18.7	▲6.8	23.2
決算短信	1.8	7.3	1.4	0.4
決算説明会補足資料	12.3	1.5	▲3.9	16.2
決算説明会 (あるいはアナリスト ミーティング) の動画・音声配信	2.7	2.7	▲11.4	14.1
決算説明会の同時中継	0.1	▲0.6	▲1.0	1.1
中期経営計画	8.9	2.2	4.7	4.2
ニュースリリース	6.5	▲6.2	▲3.2	9.7
月次情報 (販売・受注動向等)	0.6	1.7	▲4.2	4.8
株主総会招集通知	—	—	—	—
その他	1.3	0.7	0.1	1.2
回答なし	0	0	▲2.0	2.0

(平成14年度「調査結果要旨」3ページ、同「調査結果」20ページから作成)

マイクロソフト社と同額—03年度」と次のように報じた⁴⁾。「TOPIX (東証株価指数) を構成する企業1,551社が、03年度に株主に還元した配当は3.3兆円で、米マイクロソフト1社の特別配当320億ドル (約3.3兆円) とほぼ同額—」というのだ。そして「生命保険協会 (宇野郁夫会長) が17日に発表した株主への利益還元調査で、日本企業の『配当軽視』が裏付けられた。同協会は、株主利益の拡大を各企業に働きかける考えだ」、「同協会は、経常利益に占める配当金の割合を示す『配当性向』を、TOPIXを構成する国内企業と、米国の主要な株価指標『S&P500』構成企業で比較。日本企業の03年度は過去10年で最低の21%だったのに対し、米国は33%だった」と続けた

さらにこう続ける。「10年前の94年度に比べ、国内企業は最終利益が約2.5倍に増加したが、配当額の伸び率は40%と低率だった。最終利益が国内企業とほぼ同率の2.5倍になった米国企業は配当額も2.1倍増と大幅に伸ばしたため、日米の配当性向格差は拡大した」「国内企業は、配当政策を業績とは別に

判断する傾向が強く、『配当性向30%以上』など明確な方針を掲げているのは上場企業の8%にとどまる」。

業界紙の保険毎日新聞も「生保協会 株主への利益還元状況調査、配当性向の向上など要望」⁵⁾と書くなど、「株主還元関係」と「配当還元」の活字は各紙を埋め尽くした。

平成18年生保レポート：DOE (株主資本配当率) を提唱

平成17年レポートは『株式価値向上に向けた取り組みについて』と題した。それまでの2年間に言及した「株主還元の状況」と「コーポレートガバナンス」の2点に加え、新たに「敵対的買収への対応」が盛り込まれた。これに対し、読売新聞は投資家の立場を「企業の敵対的買収への対応は、業績の拡大などによる時価総額や株式価値の向上を最優先し、個別の防衛策の導入は次善策と考えていることがわかった」⁶⁾と報じた。しかし、レポートのタイトル変更と言及したメディアの反応は見当たらなかった。

平成18年レポートの要望事項では「これま

での（１）株主への利益還元に関する具体的目標値の設定・公表（２）配当性向の向上（３）業績連動型配当への転換と連結業績に基づいた配当還元（４）自己株式取得および消却の推進（５）敵対的買収防衛策の導入・運営においては株主観点が必要——の５項目に、『エクイティ・ファイナンス実施時の株主に対する十分な説明の推進』と『株主に配慮ある株主総会運営および定款設計の推進』の２項目が新たに加わった⁷⁾。

要望事項のうち３つは配当がらみである。「配当性向の向上」「業績連動型配当への転換と連結業績に対応した配当支払い」「配当政策に関する具体的な数値基準の設定及び公表」である。そのなかで、DOE（株主資本配当率）を指標とする指摘が注目を集めた。

日本経済新聞は「生保協会、DOE重視へ、株主資本配当率、株主配分の新指標に」とい

う見出しで報じた。「DOEは配当性向と株主資本利益率（ROE）の積に等しく、利益配分と資本の効率活用の両立が求められる指標。生保協は従来配当の目標数値設定や自社株消却実施によるROEの向上などを企業に提言してきたが、今回はDOEの数値目標設定などまでは踏み込まない方針。具体的なDOEの目標数値を株主に開示している企業には、アステラス製薬やエーザイなど薬品会社やキユーピーなどがあるが、上場企業全体ではまだ少数派。特別損失の計上などで変化しやすい配当性向に比べ、DOEは相対的に数値が安定しており、配分の指標として投資家が受け入れやすいとみている⁸⁾。そして、「配当性向とROEのどちらにも気を配る必要があるバランスのとれた指標⁹⁾」としてDOEを評価する機関投資家の声を紹介した。

平成19年度は前年のリポートをほぼそのま

表 8 生命保険協会「要望事項」（平成15年～平成18年度）

平成15年度 『株主への利益還元状況等について』	平成16年度	平成17年度	平成18年度 『株式価値に向けた取り組みについて』
配当還元の向上、 配当性向の向上	配当性向の向上	配当性向の向上	配当性向の向上
業績に応じた配当還元の実施	業績連動型配当への転換、 連結業績に対応した配当支 払い	業績連動型配当への転換と 連結業績にもとづいた配当 還元の実施	業績連動型配当への転換と 連結業績にもとづいた配当 還元の実施
配当政策に関する具体的な 数値基準の設定及び公表	配当政策に関する具体的な 数値基準の設定及び公表	株主への利益還元に関する 具体的な目標値の設定およ び公表	株主への利益還元に関する 具体的な目標値の設定およ び公表
自己株式の取得、及び消却 の推進	自己株式取得及び消却の推 進	自己株式取得および消却の 推進	自己株式取得および消却の 推進
		敵対的買収への対応にあ たっては株式価値の向上を 最優先	敵対的買収防衛策の導入お よび運営においては株式価 値向上の観点が必要
独立性を意識した社外取締 役の登用			
株主総会日の分散			株主に配慮のある株主総会 運営および定款設計の推進
			エクイティ・ファイナンス 実施時の株主に対する充分 な説明の推進

（平成15年度～18年度「調査結果」から作成）

ま踏襲した構成となった。ただし、6つの要望の1つに、「敵対的買収防衛策の導入・発動においては企業価値向上の観点が必要」とあった。

ROE（株主資本利益率）：

目標値の公表を望む投資家、83.5%

目標値を公表する企業、50.7%

生保協会に載る機関投資家向けアンケートの「企業に公表を要望したい経営指標」は、各社のIR担当者にとって、またとない「傾向と対策」のデータである（【表11】を参照）。

企業と機関投資家の両者をカバーする継続的な調査を行って、提言を行ってきたリポートは、平成24年3月16日に発表された平成23年度版でも「ROE（株主資本利益率）」や「中期経営計画」と並んで「株主・投資家との対話の充実」を唱えている（【表10】を参照）。

その平成23年リポートの中で、公表を要望する経営指標のトップは「ROE（株主資本利益率）」で83.5%（平成22年は86.7%）。次に「利益額・利益の伸び率」が54.4%（同50.0%）。3位に「FCF（フリーキャッシュフロー）」の53.2%（同30.0%）が続く。

ここで平成14年は半数を超す55.7%だった

「FCF」の数字の10年間を追ってみると、平成15年が43.5%、平成16年が40.4%、平成17年が37.0%、平成18年は22.7%と減少傾向が続き、平成20年には18.7%に落ち込んだ。リーマンショック後には反転し、欧州の金融債務危機の中で、今回、再び半数を上回った。

企業が「経営に際して最も重視している指標」を見ると、トップは「売上高利益率」で60.4%（同57.4%）。平成21年以来、3年連続トップを占める。2位は「利益額・利益の伸び率」の59.1%（同56.4%）だ。平成15年に38.0%で5位、平成16年は42.2%で3位。それが平成17年に59.8%となり1位に躍り出た。平成18年も62.1%、平成19年は66.6%でわずかな差でROEを抑え1位をキープした。平成20年にROEに、平成21年からは「売上高利益率」にトップを譲り、2位にランクされている。

3位に登場するのはROEで50.7%（同49.8%）。かつては平成15年61.8%、平成16年59%とトップだったが、この2年間、3位にとどまっている。この3つが上位3位を占めている。

国内の機関投資家が「公表を要望したい経営指標」のトップに挙げてきたROE。その公

表9 生命保険協会：「要望事項」（平成19年／平成20年度）

平成19年度	平成20年度
『株式価値向上に向けた取り組みについて』	
(1) 株主への利益還元に関する具体的目標値の設定・公表	(1) 株主還元の一層の向上
(2) 配当性向の向上および業績連動型配当への転換の推進	(2) 目標とする明確な経営指標の設定・公表
(3) 自己株式取得および消却の推進	
(4) 敵対的買収防衛策の導入・発動においては企業価値向上の観点が必要	(3) 敵対的買収防衛策の導入および発動は、基本的に行われるべきではない
(5) 資本調達手段の多様化には株主に対する十分な説明が必要	
	(4) 社外取締役の導入の推進
(6) 株主に配慮した株主総会運営	(5) 株主へ配慮した株主総会運営

（平成19年度／平成20年度「調査結果」から作成）

表を望む度合いは、これまでほぼ80%台をキープし、一貫して、きわめて高い。レポートの中で、ROEは「株主から拠出された資金に対してどの程度の利益を上げられたかを示すものであるため、株主の要求する資本コストと比較されうる」（平成23年度「調査結果」6ページ）と指摘されている。

ROEを株主資本コストで判断する

「ROEは投資家が企業に預託した資産に対するリターンを示す指標である株主資本コストと比較されうる。ROEが株主資本コストを下回るということは、その企業が投資家の期待にできていない状態にあるということに等しい。投資家が経営目標としてROEを設定することを強く期待する背景には、資本コストを意識した経営を望んでいることが背景にあると考えられる」（平成20年度「調査結果本文」14ページ）。

つまり、機関投資家は「ROEは株主資本コストで判断する」というのだ。では企業は、

こうした面では対応できているのだろうか。【表12】を見ると、「自社の資本コストを把握している」企業が396社のうち、株主に資本コストの説明を「充分には行っていない」（25.5%）、「していない」（32.8%）とあった。両者で58.3%だ。約6割となる。これは見過ごせない。

もっとも、「自社の資本コストを把握していない」企業が33.7%もある。これも別の意味で驚かされる回答も明らかになっている。

これに対し、企業各社は、機関投資家の期待に応えるべく、ROEの目標値を用意し、公表し、市場に明らかにしているだろうか。【表13】を参照されたい。ROEの目標値を設定している企業は34.1%（同34.0%）。10年前の平成14年には55.8%で半数を超えていたが、この2年で大きく数字を落とし、いまでは3社に1社の比率となった。昨年度から目標値の公表・未発表については調査から外れている。

企業としても「最も重視している指標」としてのROEは50.7%で半数を上回る。しかし、

表10 生命保険協会：要望事項（平成21年度～平成23年度）

平成21年度	平成22年度・平成23年度
「株式価値向上に向けた取り組みについて」	
(1) 経営目標の設定・公表 ①具体的な中期経営計画の策定・公表及び説明の充実 ②目標とする経営指標の設定・公表 ③経営計画に沿った適切な資本政策・株主還元の実施	(1) 経営目標の設定・公表 ①投資家が望む数値目標を含めた中長期的な経営計画の策定・公表及び説明の充実 ②目標とする経営指標の水準向上 ③経営計画に沿った適切な資本政策の実施
(2) 株主還元の一層の充実 ①株主還元方針の公表・説明の充実 ②長期の平準的な水準として、配当性向30%以上の配当還元の実施 ③積極的な自己株式取得の推進	(2) 株主還元の一層の充実 ①株主還元方針の公表・説明の充実 ②長期の平準的な水準として、配当性向30%以上の配当還元の実施 ③積極的な自己株式取得の推進
(3) コーポレートガバナンスの充実 ①株主・投資家との対話の充実 ②議決権行使の充実に向けた環境改善 （招集通知の早期発送、招集通知の議案内容説明の充実等） ③主に配慮した買収防衛策の運用	(3) コーポレートガバナンスの充実 ①中長期的な経営計画を軸とした株主・投資家との対話の充実 ②議決権行使の充実に向けた環境改善 （株主総会の分散、招集通知の早期発送・開示、招集通知の議案内容説明の充実等）

（太字は加筆部分。平成21年度～23年度「調査結果要旨」から作成）

生命保険協会、証券市場に関する提言

「ROE目標値」を用意している企業は34.1%にとどまる。「最も重視している」のに、「ROE目標値」のない企業が16%あることになる。具体的な「ROE目標値」をみると、05年～08年は10%超とする企業が30%前後もあり、最も多かった。他方、ほぼ3社に2社が、10%未満のROEを目標値として公表している。

他方、投資家向けのアンケートでは、日本企業のROE水準が資本コストを「上回っている」という見方は8.9%にとどまり、70.9%は「上回っていない」としている。

そして、ROE向上のために企業が重視することとして、投資家は、第1に「売上高利益率」を75.9%（同78.9%）、第2に「総資産回

表11 企業の経営目標/公表を望む経営指標の推移（平成11年度～23年度）

（Ⅰ）企業の経営目標（平成11年～15年）／企業に公表を望む経営指標（平成12年～15年）

平成（年度）	経営で最も重視している指標 〈企業〉					企業に公表を望む経営指標 〈投資家〉			
	11年	12年	13年	14年	15年	12年	13年	14年	15年
回答数	583	561	567	480	508	122	100	79	85
（複数回答 ٪）									
ROE（株主資本利益率）	68.6	68.1	69.3	67.5	61.8	71.3	80.0	83.5	74.1
DOE（株主資本配当率）	5.2	2.1	4.1	1.9	N/A	4.9	4.0	7.6	—
配当性向	22.3	15.9	15.5	11.7	N/A	6.6	16.0	12.7	—
1株当たり配当額	21.7	15.7	15.7	13.5	N/A	2.5	1.0	8.9	—
ROA（総資本利益率）	36.2	41.9	43.2	36.7	36.4	25.4	46.0	34.2	32.9
経済付加価値（EVA等）	9.5	8.2	10.8	6.9	11.2	39.3	29.0	26.6	25.9
FCF（フリーキャッシュフロー）	41.3	45.5	34.2	30.8	30.9	53.3	59.0	55.7	43.5
売上高利益率	48.1	43.3	43.7	45.6	45.7	26.2	28.0	34.2	28.2
売上高の増加率	22.5	24.4	28.0	25.2	22.6	19.7	20.0	29.1	20.0
利益の増加率	40.3	38.0	41.4	35.2	38.0	27.0	35.0	35.4	29.4
市場占有率（シェア）	19.1	15.9	18.5	16.3	16.1	13.1	16.0	21.5	15.3
その他	13.2	15.3	16.9	21.9	18.3	3.3	3.0	11.4	8.2
回答なし	0.9	1.2	0.9	0.3	1.2	2.5	0.0	0.0	0.0

（Ⅱ）企業の経営目標／企業に公表を望む経営指標（平成16年～19年）

平成（年度）	経営で最も重視している指標 〈企業〉				企業に公表を望む経営指標 〈投資家〉			
	16年	17年	18年	19年	16年	17年	18年	19年
回答社数	480	495	480	590	79	81	88	99
（複数回答 ٪）								
ROE（株主資本利益率）	59.0	59.4	57.3	57.6	81.9	76.5	84.1	82.2
ROA（総資本利益率）	33.6	35.6	36.3	16.9	33.0	29.6	29.5	22.2
DOE（株主資本配当率）	—	—	3.8	6.8	—	—	26.1	38.9
経済付加価値（EVA等）	10.6	10.7	9.2	8.3	26.6	14.8	17.0	11.1
ROIC（投下資本利益率）	—	—	—	—	—	—	—	—
資本コスト（WACCなど）	—	—	—	—	—	—	—	—
FCF（フリーキャッシュフロー）	27.7	26.5	21.5	21.2	40.4	37.0	22.7	16.7
売上高利益率	55.8	53.7	54.4	55.6	28.7	19.8	26.1	15.6
売上高・売上高の伸び率	31.2	43.4	47.3	49.7	19.1	24.7	34.1	26.7
利益額・利益の伸び率	42.2	59.8	62.1	66.6	36.2	42.0	54.6	40.0
EPS（1株当たり利益）・EPS成長率	—	20.6	19.8	21.4	—	39.5	43.2	38.9
市場占有率（シェア）	21.8	20.6	20.8	19.5	27.7	24.7	12.5	13.3
その他	21.6	20.0	20.0	18.1	6.4	4.9	3.4	5.6
回答なし	0.5	0.4	0.8	0.2	0.0	2.5	0.0	0.0

（Ⅲ）企業の経営目標／企業に公表を望む経営指標（平成20年～平成23年）

経営で最も重視している指標
〈企業〉

企業に公表を望む経営指標
〈投資家〉

平成（年度）	20年	21年	22年	23年	20年	21年	22年	23年
回答社数	630	644	658	613	91	89	90	79
（複数回答 ٪）								
ROE（株主資本利益率）	64.1	53.6	49.8	50.7	87.9	79.8	86.7	83.5
ROA（総資本利益率）	38.4	35.9	33.4	33.4	27.5	30.3	21.1	21.5
DOE（株主資本配当率）	9.4	6.8	7.4	6.9	33.0	30.3	18.9	17.7
経済付加価値（EVA）	7.1	6.2	5.0	4.7	13.2	12.4	15.6	12.7
FCF（フリーキャッシュフロー）	20.8	26.1	22.0	20.6	18.7	27.0	30.0	53.2
売上高利益率	61.0	63.5	57.4	60.4	28.6	36.0	27.8	32.9
売上高・売上高の伸び率	42.7	38.7	40.6	43.9	28.6	36.0	24.4	27.8
利益額・利益の伸び率	61.1	59.2	56.4	59.1	34.1	46.1	50.0	54.4
EPS（1株当たり利益）・EPS成長率	19.0	18.5	—	—	35.2	28.1	—	—
市場占有率（シェア）	20.3	22.8	16.9	18.8	16.5	20.2	7.8	13.9
配当性向（配当/当期利益）	—	—	38.1	11.1	—	—	37.8	53.2
総還元性向（配当＋自己株式取得） ／当期利益	—	—	6.7	8.0	—	—	27.8	35.4
DEレシオ（有利子負債/自己資本）	—	—	17.0	17.9	—	—	11.1	16.5

（平成11年度～23年度の「調査結果」から作成）

転率の向上」を20.3％（同14.4％）を指摘した。

投資判断で中期経営計画を重視する投資家は
9割を超す

また、同協会は、平成21年から中期経営計画に注目したアンケート調査を行っている。

では、平成23年に投資家が企業に中期経営計画で公表を要望する経営指標を具体的に追うと、「ROE」がトップで82.3％（平成22年81.0％）、次は「利益額・利益の伸び率」で60.8％（同58.9％）、「売上高・売上高の伸び率」

の53.2％（同55.6％）が続く【表14】。企業が経営目標として重視することが望ましいとした経営指標としたなかでは、ROEの項目で大きく異なる結果となった。

また、中期経営計画の内容について、最も改善すべき点は、第1に「目標達成までのプロセス・戦略が明確でない」で54.4％（同55.6％）、次いで「ビジョンが抽象的で分かりにくい」の21.5％（同18.9％）である。【表15】のように数字は横ばいである。しかし09年は25.8％で、4社に1社から指摘を受けた

表12 資本コスト

○自社の資本コストを把握しているか

○自社の資本コストに関して、株主に対し説明や意見交換を行っていますか

（社数630社）		（社数396社）	
はい	62.9%	充分行っている	8.1%
いいえ	33.7%	一定程度行っている	33.1%
無回答	3.5%	充分には行っていない	25.5%
		行っていない	32.8%
		無回答	0.5%

注：630社に「自社の資本コストを把握しているか」の質問を行い、「はい」と答えた386社に「自社の資本コストに関して、株主に対し説明や意見交換を行っていますか」を問うている。

（平成20年度「調査結果」から作成）

「具体的な数値目標が掲げられていない場合が多く評価しにくい」は8.9%（同15.6%）で、急速な改善が見られる。

平成23年度末（2012年3月）の時点で、生命保険会社の保有する証券取引所上場（3,616社）の株式は全時価総額の4.3%を占める¹⁰⁾。金額にして全体308兆3108億円のうち13兆3104億円（平成24年3月末現在）を占める。平成14年当時から半減したとはいえ、市場の有力な機関投資家であることに変わりはない。

同協会はリポートの作成にあたって「企業が株主重視の経営を実践するにあたっては、ROE（株式〔自己資本〕収益率）の向上を通じて株式価値の増大を図ると同時に、適正に

利益配分を行うことが重要であるとの観点から、企業、機関投資家を対象としたアンケートをもとに現状の分析と要望を取りまとめています¹¹⁾ という立場を貫いており、「企業／機関投資家」の対照を明らかにする調査データを提供し続けている。

日本企業のIR活動を毎年調査するレポートとして、日本IR協議会の「IR活動の実態調査」（6月）がよく引用されるが、投資家を調査対象としていない。それだけに、ここで取り上げた日本生命保険協会のリポートは、IR担当者はもちろん市場関係者にとって見落とすことのできない文献だといっている。

【注記】

1) <http://www.seiho.or.jp/activity/research/>

表13 ROE目標値公表（企業）の推移（平成10年～23年）（%）

平成(年度)	回答社数	ROE目標値・有			ROE目標値・無	回答なし
		公表	未公表			
10年	516	38.2	21.5			
11年	583	44.8	29.4	15.4	39.6	15.6
12年	561	54.5	39.2	15.3	31.9	13.5
13年	567	56.8	42.9	13.9	27.2	16.0
14年	480	55.8	46.0	9.8	25.8	18.3
15年	508	53.7	42.9	10.8	36.2	0.0
16年	593	51.6	39.6	11.3	45.9	2.5
17年	495	46.9	38.2	8.4	47.9	5.3
18年	480	46.9	38.9	7.3	48.8	4.4
19年	590	48.6	35.5	12.5	48.1	3.2
20年	630	50.3	36.6	12.6	47.1	2.5
21年	644	38.0	26.8	10.3	57.1	4.8
22年	658	34.0	—	—	60.2	5.8
23年	613	34.1	—	—	59.9	6.0

○ROE目標値の水準

平成	回答社数	10%超	10%以下	8%以下	6%以下	4%以下	無回答
16年	306	26.5	33.7	14.1	14.4	2.0	9.5
17年	232	34.5	28.9	16.4	10.3	2.2	7.8
18年	225	32.4	31.6	16.4	8.9	3.1	7.6
19年	287	36.6	28.2	17.1	8.7	2.4	6.6
20年	630	33.4	29.7	17.0	8.8	2.2	8.8
21年	644	22.9	33.9	18.0	8.6	5.3	11.4
22年	658	22.9	28.9	20.5	8.8	4.0	14.9
23年	613	24.4	31.1	19.6	10.5	3.8	10.5

（「調査結果」（平成10年度～23年度）から作成）

表14 中期経営計画で公表している／公表を要望する指標

平成（年度）	公表している指標（経営）			公表を要望する 経営指標（投資家）		
	21年	22年	23年	21年	22年	23年
回答社数	644	402	415	89	90	79
（複数回答 %）						
ROE（株主資本利益率）	53.6	35.6	32.8	79.8	81.0	82.3
ROA（総資本利益率）	35.9	18.9	20.5	30.3	16.7	26.3
DOE（株主資本配当率）	6.8	4.2	3.6	30.3	27.8	12.7
経済付加価値（EVA等）	6.2	0.7	0.5	12.4	2.2	3.8
FCF（フリーキャッシュフロー）	26.1	7.7	7.2	27.0	28.9	16.5
売上高利益率	63.5	45.0	48.0	36.0	27.8	30.4
売上高・売上高の伸び率	38.7	58.5	59.5	36.0	55.6	53.2
利益額・利益の伸び率	59.2	60.0	61.9	46.1	58.9	60.8
EPS（1株当たり利益）・EPS成長率	18.5	—	—	28.1	—	—
市場占有率（シェア）	22.8	2.7	4.8	20.2	14.4	13.9
配当性向（配当/当期利益）	—	18.4	17.8	—	32.2	46.8
総還元性向（配当＋自己株式取得）／当期利益	—	1.5	2.9	—	22.2	26.6
DEレシオ（有利子負債/自己資本）	—	15.2	16.6	—	21.1	21.5

（「調査結果」（平成21年度～23年度）から作成）

表15 中期経営計画において改善すべき点（投資家）

平成（年度）	21年	22年	23年
回答社数	89	90	79
ビジョンが抽象的で分かりにくい	16.9	18.9	21.5
具体的な数値目標が掲げられていない場合が多く評価しにくい	25.8	15.6	8.9
目標達成までのプロセス・戦略が明確でない	53.9	55.6	54.4
計画の対象期間が妥当でない	1.1	0.0	1.3
その他	1.1	0.0	0.0

（生保協会「調査結果」（平成21年度～23年度）から作成）

- 2) 日本経済新聞2003年12月20日
- 3) 日本経済新聞 2004年12月18日
- 4) 毎日新聞 2004年12月18日
- 5) 保険毎日新聞2004年12月21日
- 6) 読売新聞 2005年12月19日
- 7) ニッキン2006年12月22日
- 8) 日本経済新聞2006年11月3日
- 9) 日本経済新聞2006年12月14日
- 10) 「平成23年（2011年）度株式分布調査の調査結果について」全国証券取引所協議会 平成24年6月20日）
- 11) <http://www.seiho.or.jp/activity/research/>